# Rapport

Commissie 'Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt'



## Inleiding & opdracht

De commissie 'Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt' (AFW) is voortgekomen uit het 'Kabinetsoverleg met institutionele beleggers' van 22 oktober 2012 in het kader van beleggingen en investeringen in Nederland. Aanleiding vormden signalen over een afnemende groei van de kredietverlening zowel aan het bedrijfsleven als aan woningkopers.

De commissie AFW is ten doel gesteld concrete mogelijkheden met betrekking tot ondersteuning van woningfinanciering in Nederland door institutionele beleggers in kaart te brengen. Hierbij zijn de volgende randvoorwaarden in acht genomen:

- geen materiële vergroting van de exposure van het Rijk;
- behoud van de juiste prikkels voor woningfinanciers (e.g. banken, verzekeraars) en consumenten;
- materiële bijdrage aan het deposito financieringsgat ('*funding gap*');
- heroriëntatie van Nationale Hypotheek Garantie (NHG) instrumentarium;
- geen drang of dwang richting institutionele beleggers.

Het voorstel van Van Dijkhuizen[1] om '*Nederlandse Hypotheek Obligaties*' (NHOs) door een nog op te richten '*Nederlandse Hypotheek Instelling*' (NHI) uit te laten geven vormde het vertrekpunt van de commissie AFW.

---

[1] Van Dijkhuizen, "Voortgangsbericht Verkenning rol van institutionele beleggers bij hypothecaire hypotheekverstrekking", 11 maart 2012.

# Probleemanalyse

De Nederlandse hypotheekrente is hoog in vergelijking met de hypotheekrente in omringende landen zoals België, Duitsland en Frankrijk[2]: de hypotheekrente ligt ongeveer één procentpunt hoger. Het verschil is bovendien na het uitbreken van de crisis toegenomen. Recent zijn verschillende rapporten verschenen over deze problematiek, waaruit het volgende beeld naar voren komt[3]:

- Nederlandse woningfinanciers zijn sterk afhankelijk van *wholesale* financiering, iets wat sinds het uitbreken van de financiële crisis geen stabiele financieringsbron is en bovendien duurder;
- De gemiddelde *loan-to-value* ratio (LtV) van nieuwe hypotheken is een stuk hoger dan in de andere landen; daarvoor wordt een risicopremie gevraagd;
- Er is een toename van de risico's door oplopende werkloosheid en dalende huizenprijzen;
- De concurrentie op de markt van woningfinancieringen is afgenomen door het uittreden van enkele partijen.

Verder proberen woningfinanciers, anders dan vroeger, en daartoe aangezet door kredietbeoordelaars, de verhouding tussen het totaal uitstaande bedrag aan hypothecair krediet en (stabiele) deposito's te verbeteren. Dit kan onder andere door de hypotheekrente te verhogen (wat nieuwe kredietvraag afremt) en/of door spaarrentes te verhogen (om meer spaargeld aan te trekken). Echter, dit leidt slechts tot relatieve verbeteringen. Het structurele financieringsgat wordt hier niet mee opgelost.

Tot slot geldt dat het aanzienlijke hypotheekvolume in Nederland, tezamen met de hoge LtV- en *loan-to-deposit* ratio's een potentiële invloed heeft op de financiële stabiliteit van woningfinanciers, maar ook van de Staat, mede door de grote financiële sector in Nederland.

---

[2] Dijkstra, A., M. Schinkel, "Hollands hoge hypotheekrentes", ESB, 12 oktober 2012.

[3] Rapporten van: DNB: "Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt", 1 maart 2013, CPB: "De Nederlandse woningmarkt- hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie", 14 februari 2013 en ACM, "Concurrentie op de hypotheekmarkt", 18 april 2013

## Meerwaarde en doel van de NHI

- De NHI biedt meerwaarde voor bestaande en nieuwe woningfinanciers als alternatieve financieringsbron, die naar verwachting gekenmerkt wordt door stabiliteit en beschikbaarheid in tijden van stress. Daarmee wordt de hypotheekverstrekking aan consumenten stabieler en minder gevoelig voor crises op kapitaalmarkten. Bovendien verlaagt de NHI de toetredingsbarrières tot de Nederlandse hypotheekmarkt, aangezien potentiële nieuwe woningfinanciers gemakkelijker aan financiering kunnen komen. Daarnaast kan het de druk op spaargeld en de kapitaalmarkt voor banken reduceren, waardoor de prijsontwikkeling van *funding* mogelijk over de hele linie positief wordt beïnvloed.
- Door de introductie van de NHI zullen de *funding* kosten van NHG-hypotheekleningen dalen (NB: de NHI beperkt zich tot NHG-hypotheekvorderingen). De deelnemende woningfinanciers hoeven immers niet zelf securitisaties op de markt te brengen, maar kunnen gebruik maken van de financiering via de NHI, die tegen lagere tarieven kan lenen, namelijk tegen het tarief van de Nederlandse Staat plus een liquiditeitsopslag. Het aldus ontstane voordeel zal niet toevloeien naar de deelnemende woningfinanciers; deelnemende woningfinanciers spreken af dat zij het voordeel volledig zullen doorgeven aan de consument.
- De omvang van het voordeel voor consumenten is afhankelijk van 1) marktomstandigheden, 2) de productie van nieuwe hypotheken ten opzichte van reeds bestaande hypotheken (in verband met ‘verwatering’, zie hieronder), 3) marktdynamiek, ofwel de mate van concurrentie in samenhang met eventuele toetreding tot de markt, 4) de risicopremie voor de Staat, en 5) de kredietwaardigheid van de Staat:
    1. Marktomstandigheden: in situaties van stress zal het *funding* voordeel het grootst zijn, nog los van het feit dat *funding* via de NHI dan überhaupt beschikbaar is, mogelijk in tegenstelling tot andere bronnen. In tijden van overliquiditeit zal het voordeel daarentegen (het meest) beperkt zijn. De NHI werkt dus anticyclisch en daarmee stabiliserend.
    2. Verwatering: de verhouding tussen de hoeveelheid hypotheken gefinancierd door de NHI ten opzichte van reeds bestaande hypotheken, in relatie tot renteherzieningen van de bestaande hypotheken bepaalt de mate waarin de tarieven voor consumenten kunnen dalen. Dit komt omdat alleen slechts een deel van de NHG-hypotheekvorderingen via de NHI gefinancierd kunnen worden (vanwege onder andere *asset encumbrance*). Overige NHG-hypotheekvorderingen worden daarentegen

gefinancierd via de bestaande financieringsmix van woningfinanciers, die veelal duurder is dan financiering via de NHI. Omdat in de tariefstelling voor de consument geen onderscheid mag worden gemaakt tussen nieuwe en bestaande hypotheken op de renteherzieningsdatum, zal het te behalen financieringsvoordeel gelijkelijk over alle NHG-hypotheekvorderingen moeten worden verdeeld[4]. Daardoor treedt dus 'verwatering' op.

3. Marktdynamiek: de commissie merkt op dat er momenteel sprake is van sterke concentratie van hypotheekportefeuilles bij de Nederlandse grootbanken. Bij het vaststellen van hun ratings zijn kredietbeoordelaars momenteel kritisch over de omvang van die portefeuilles. De marktdynamiek zou geholpen zijn met de toetreding van nieuwe spelers voor wie deze overweging niet geldt. De NHI kan nieuwe spelers faciliteren door een stabiele en zekere financieringsmogelijkheid te bieden. Momenteel ontbreekt het in Nederland aan een dergelijke faciliteit, waardoor toetreding nauwelijks (of zelfs niet) voorkomt. Nieuwe toetreders kunnen bepalend zijn voor het te behalen rentevoordeel voor consumenten, omdat deze partijen van begin af aan woningfinanciering kunnen aanbieden tegen prijzen die zijn afgeleid van de marginale *funding* kosten. Daarnaast verminderen nieuwe toetreders de druk op het concentratierisico van bestaande woningfinanciers en bevorderen ze concurrentie. Kanttekening bij de nieuwe toetreding is dat hypotheekverstrekking een lange termijn commitment vereist van een aanbieder, aangezien een hypotheek een 30 jaar lopend product is en dus 30 jaar onderhoud vereist. Dit lange termijnperspectief is ook voor nieuwe toetreders een gegeven en dient goed bewaakt te worden.
4. Risicopremie: de risico's voor de Staat zijn te beperken door het treffen van mitigerende maatregelen. Het resterend risico is af te dekken door een door de Staat te ontvangen kostendekkende risicopremie, deze gaat ten koste van het te behalen *funding* voordeel.
5. De kredietwaardigheid van de Nederlandse Staat: indien de kredietwaardigheid van de Nederlandse Staat daalt, zal het relatief te behalen *funding* voordeel afnemen.

Om deze redenen laat de precieze omvang van het voordeel dat zal worden doorgegeven aan de consument zich op dit moment nog niet met zekerheid kwantificeren. Belangrijker dan de discussie

[4] Zijnde nieuwe NHG, al dan niet gefinancierd via de NHI, en NHG-hypotheekvorderingen waarvan de rente wordt herzien door de hypotheekverstrekker.

over de precieze omvang is de opstelling van betrokken partijen dat het voordeel hoe dan ook aan de consument zal toekomen.

De mogelijke voordelen laten zich opsplitsen in relatief zekere primaire, en conditionele secundaire effecten. Het primaire effect bestaat eruit dat de NHI als goedkopere financieringsbron geleidelijk ingroeit in de financieringsmix van woningfinanciers. Er zijn daarnaast ten minste twee secundaire effecten. Allereerst is er de verwachte grotere marktdynamiek die zich kan voordoen als nieuwe spelers toetreden. In samenhang daarmee kan het concentratierisico bij bestaande woningfinanciers afnemen. Ten tweede zal door de oprichting van de NHI naar verwachting ook de druk op deposito's en andere financieringsbronnen afnemen.

De commissie gaat ervan uit dat binnen enkele jaren een relatief zekere daling in de marge tussen het NHG-hypotheekrentetarief en de rente van de Nederlandse Staat zal optreden van zo'n 20 basispunten. Zo groot is ruwweg het effect van de goedkopere *funding*, in aanmerking genomen dat dat voordeel ten dele verwatert en dat er nog een premie aan het Rijk moet worden betaald in verband met de afgegeven garantie. Overigens hangt het af van ontwikkelingen op de kapitaalmarkt of ook de hypotheektarieven zelf zullen dalen; waar het hier over gaat is dat het verschil tussen rente op staatsleningen enerzijds en hypotheekrentes anderzijds als gevolg van de komst van de NHI met de genoemde 20 basispunten zal afnemen.

De omvang van de secundaire effecten is potentieel zelfs nog iets groter, maar wel voorwaardelijk. Een grotere marktdynamiek, respectievelijk een teruglopende druk op alternatieve bronnen van *funding* zou kunnen leiden tot een verdere daling met nog eens 25 à 30 basispunten. Bovendien zouden deze effecten zich ook kunnen uitstrekken tot het niet-NHG-segment van de hypotheekmarkt. Belangrijk bij de secundaire effecten is echter dat deze effecten zich ook eerst daadwerkelijk moeten voordoen.

Onder invloed van de (in)directe effecten die van de NHI uitgaan, kan de Nederlandse (NHG)hypotheekrente na verloop van tijd meer in de richting van de internationaal gebruikelijke verhoudingen tenderen. Wel moet in ogenschouw worden genomen dat er belangrijke verschillen zijn ten opzichte van het buitenland die het prijsverschil helpen verklaren, zoals met name de hogere LtVs die in Nederland gebruikelijk zijn, en ook het feit dat diverse risico's in Nederland bij de woningfinancier liggen (zoals de mogelijkheid tot vervroegd aflossen, financiering voor de gehele

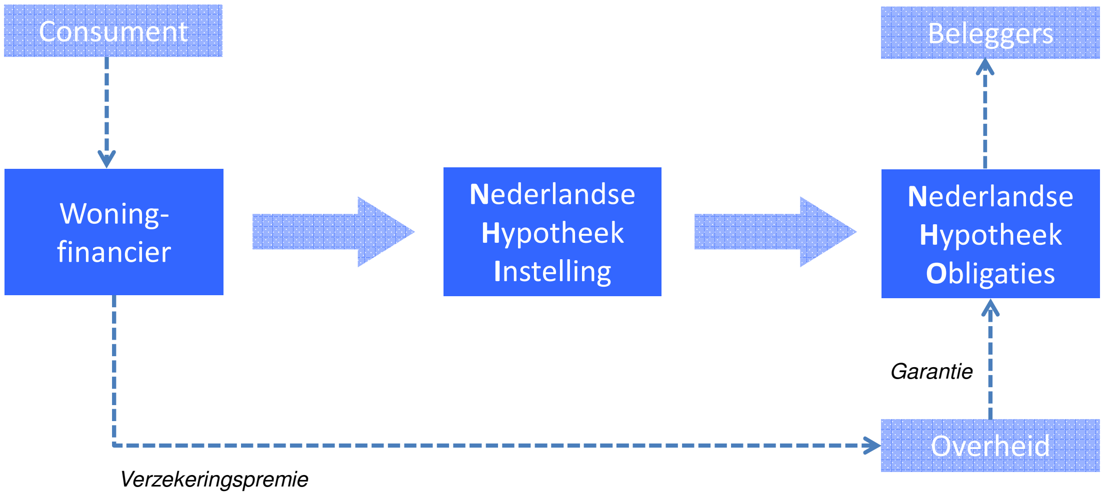
looptijd van 30 jaar en overdraagbaarheid bij verhuizing). Daarnaast worden hypotheken in Nederland slechts voor een relatief klein deel *gefund* door spaargeld en deposito's.

Gegeven de structurele verbetering in de beschikbaarheid van woningfinanciering en de effecten op de hypotheekrente, mag worden aangenomen dat de NHI een positieve invloed zal hebben op de woningmarkt. Doordat de effecten echter pas geleidelijk zullen ingroeien, mag niet worden verwacht dat sec de komst van de NHI de woningmarkt op korte termijn zal lostrekken. Voor een duurzaam herstel van de woningmarkt zijn ook herstel van het vertrouwen en de koopbereidheid van de consument, naast andere factoren als een verbetering van de kapitaal- /solvabiliteitpositie van woningfinanciers en een verlaging van LtVs van Nederlandse hypotheken, van cruciaal belang.

## Beschrijving opzet NHI

Onderstaande figuur geeft schematisch de door de commissie voorgestelde opzet van de NHI weer.

**Figuur: Schematische opzet NHI**




- *Centrale taak*: De centrale taak van de NHI betreft uitgifte van NHOs ter financiering van woninghypotheken uitgegeven door derde partijen (banken, verzekeraars, buitenlandse partijen). Met het oog op de toekomst verdient het de aanbeveling voldoende flexibiliteit te behouden in de inrichting om eventueel ook NHOs ter financiering van andere sectoren in de toekomst niet uit te sluiten. Hierbij kan gedacht worden aan andere staatsgegarandeerde financieringsvormen.
- *Beperking tot NHG-hypotheekvorderingen*: De NHI beperkt zich tot NHG-hypotheekvorderingen omdat deze reeds een staatsgarantie kennen; randvoorwaarde is immers dat er geen materiële uitbreiding optreedt van de overheidsexposure. Wel wordt de overheidsgarantie beter herkenbaar voor de markt, waardoor de *funding* kosten van NHG-hypotheekvorderingen, die via de NHI *gefund* worden, zullen dalen.
- *Inrichting NHI*: De inrichting van de NHI dient zodanig gekozen te worden dat er geen consolidatie met de staatsbegroting optreedt, zowel voor wat betreft schuld- en saldopositie, als garanties en derhalve dat de NHI geen onderdeel vormt van de 'sector overheid'. De risico's voor de Staat zijn te beperken door het treffen van mitigerende maatregelen. Het resterend risico is af te dekken door een door de Staat te ontvangen kostendekkende risicopremie.
- *Juridische vormgeving*: De juridische structuur van de NHI is feitelijk vrij en kan zowel een stichting, NV of BV zijn, waarbij opgemerkt wordt dat een stichting relatief eenvoudig op te

richten is. Van belang is dat het instituut zelfstandig opereert en daarbij voldoende afstand heeft tot zowel de overheid als de marktpartijen. Overigens is het bij de uiteindelijke keuze wel relevant rekening te houden met fiscale aspecten (Btw, Vpb). Met name Btw op *servicing* van de hypotheek kan kostprijsverhogend werken. Onderbrengen van de NHI in een bestaand instituut verdient nadere verkenning. De NHI zal zelf niet als financiële instelling kwalificeren. Daarnaast is bij de uiteindelijke keuze van het type rechtspersoon de *governance* structuur van belang.

- *Mededinging*: De NHI wordt zo opgezet dat deze non-discriminatoir is en dus (onder voorwaarden) open staat voor alle marktpartijen. In samenspraak met de ACM zal verder worden doorgenomen welke eventuele nadere voorwaarden nodig zijn om aan de mededingingswetgeving te voldoen.
- *Voorwaarden deelnemers NHI*: Deelnemende partijen zullen aan voorwaarden moeten voldoen om hypotheekvorderingen via de NHI te financieren. Deze voorwaarden zullen in het licht van de mededingingswetgeving objectief, transparant en proportioneel zijn. Om de concurrentie op de hypotheekmarkt zoveel mogelijk te vergroten is het van belang de NHI open te stellen voor zoveel mogelijk partijen en dus zo min mogelijk voorwaarden te stellen aan partijen. De keerzijde hiervan is dat het risico voor de Staat toeneemt. Een goede balans tussen maximale toetreding en beperking van risico's voor de Staat is essentieel. Daarom zullen er voorwaarden gelden voor de partijen zelf (solvabiliteit) en de ingebrachte hypotheekportefeuille. In samenspraak met de ACM zal worden bezien of het mogelijk is een maximum te stellen aan de verhouding van via de NHI te financieren hypotheekvorderingen ten opzichte van de totale hypotheekportefeuille, teneinde te voorkomen dat de NHI een deelnemende instelling effectief volledig financiert.
- *Staatssteun*: De NHI zal kostendekkende tarieven in rekening brengen. Gezamenlijk met de Europese Commissie zal worden bepaald welke eventuele nadere voorwaarden aan de operationalisering van de NHI dienen te worden gesteld om kwalificatie als staatssteun te voorkomen.
- *Transfereren hypotheekvorderingen naar de NHI*: De commissie stelt voor om het transfereren van hypotheekvorderingen naar de NHI in beginsel via een *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS) structuur te laten plaatsvinden; in een latere fase kan dit worden uitgebreid naar andere structuren zoals onderhandse '*covered bonds*' en/of hypotheekportefeuilles. Het voordeel van starten met RMBS-notes als onderpand voor de financiering van woningfinanciers door de NHI is dat de RMBS-notes *rated* beleggingen zijn

en dat hiervoor reeds een raamwerk voor de documentatie bestaat. Alle risico's blijven in de voorgestelde constructie bij de woningfinancier, zodat geen '*moral hazard*' optreedt.

- *Vormgeving NHOs*: De NHOs zijn qua vormgeving identiek aan staatsobligaties en kennen verschillende looptijden: de NHOs worden direct door de Staat gegarandeerd. NHOs zijn vrij verhandelbaar voor alle beleggers. Overigens houdt de commissie de mogelijkheid open dat de NHI ook andersoortig papier gaat uitgeven (e.g. RMBS) als dat vanuit perspectief van portefeuillebeheer gericht op matching van looptijden tussen hypotheken en NHOs wordt verlangd.
- *Liquiditeit van NHOs*: Met het oog op de gewenste liquiditeit van NHOs wordt gestreefd naar een minimaal volume van EUR 50 miljard in vijf jaar tijd.
- *NHI-onderpand*: De NHI fungeert als schakel tussen uitgevende partijen en financiers. Bij wanbetaling op een hypotheekvordering dient de uitgevende instelling voor (tijdige) betaling aan de NHI zorg te dragen. De uitgevende instelling kan zich verhalen op de Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen via de NHG. Bij faillissement van een hypotheekverstrekker heeft de NHI onderpand (in de vorm van RMBS en/of hypotheekportefeuilles) en behoudt de NHI een claim op de uitgevende instelling. Mocht het onderpand onvoldoende dekking bieden dan kan de staatsgarantie worden aangesproken om aan de NHO-verplichtingen te voldoen.

## Aanbevelingen

De commissie AFW doet de volgende aanbevelingen:

- De commissie is van mening dat het mogelijk is om binnen de door het kabinet gestelde randvoorwaarden een belangrijke bijdrage te leveren aan de vermindering van de *funding gap* respectievelijk de stabiliteit van de financiering van het bankwezen. Zij adviseert het kabinet derhalve om een '*Nederlandse Hypotheek Instelling*' (NHI) op te richten, mits deze op een zodanige manier is vormgegeven dat wordt voldaan aan de van toepassing zijnde Europeesrechtelijke aspecten. De NHI dient tevens te worden ingebed in een adequaat kader met betrekking tot het vereiste risicomanagement[5]. Om het proces van feitelijke oprichting te bevorderen beveelt de commissie de benoeming van een kwartiermaker aan.
- De commissie acht het niet wenselijk de NHI te laten starten zonder duidelijkheid over de herpositionering van de NHG als onderdeel van het woonbeleid, omdat de NHG een, naar de mening van de commissie, te grote invloed heeft op de hypotheekmarkt, en bijdraagt aan de risico-exposure van het Rijk. De commissie is van mening dat een herijking van de NHG wenselijk is, zodanig dat het bereik en de invloed van de NHG op de woningmarkt terugkeren naar verhoudingen zoals die voor het uitbreken van de financiële en economische crisis gebruikelijk waren.
- Teneinde zekerheid te verkrijgen over de noodzakelijk geachte herpositionering van de NHG, adviseert de commissie het kabinet een geloofwaardig commitment aan te gaan, gericht op deze gewenste normalisering van het NHG-aandeel in de hypotheekproductie. Wel verdient het aanbeveling de implementatie hiervan zo in te richten, dat een en ander niet contraproductief is voor het herstel van de woningmarkt. De herziening dient daarom plaats te vinden zodra de woningmarkt het toelaat.
- De commissie noemt ten slotte dat het voldoen aan de randvoorwaarde van "*geen materiële vergroting van de exposure van het Rijk*" mogelijk is, maar benadrukt dat dit afhankelijk is van de gekozen structuur van de NHI in combinatie met de set aan mitigerende maatregelen en mogelijke premie voor het Rijk. De invulling van deze randvoorwaarde dient daarom te geschieden in de operationalisering van de NHI.

---

[5] Aan KPMG is gevraagd om het restrisico van de Staat te kwantificeren op het moment dat één (of meerdere) van de deelnemende financiële instellingen failliet gaat, en daarbij expliciet rekening te houden met de effecten van mogelijke mitigerende maatregelen. Tevens is gevraagd welke premie het Rijk zou moeten heffen voor deelname aan de NHI. De analyse van KPMG, die is gefinaliseerd op 10 september jl., is toegevoegd aan het rapport van de commissie AFW. De berekeningen tonen aan dat in zeer extreme scenario's (die mede zijn bepaald op basis van de methodologie van kredietbeoordelaars voor Triple-A *covered bonds*), verliezen voor het Rijk mogelijk zijn. Tegelijkertijd zijn diverse strategieën beschikbaar om deze verliezen te mitigeren. Een werkbare aanpak lijkt dan ook te zijn om aan de NHI een maximaal toegestane risico-exposure op te leggen, en handhaving van deze randvoorwaarde door een toezichthouder te laten toetsen.

## Leden van de commissie AFW

**Dr. T.R.P.J. Kroes**
*Voorzitter*
**Dr. A.G.Z. Kemna**
*APG*
**Prof. dr. J. Swank**
*De Nederlandsche Bank*
**Drs. J.V. Timmermans**
*ING*
**Drs. E.J. van Kempen (Drs. A. Th. van Delden)**
*Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijkrelaties*
**Drs. N.J. Nahuis**
*Ministerie van Financiën*
**Dhr. B. Rädecker (Drs. E. Lindeijer)**
*PGGM*
**Drs. C. van Eggermond (Prof. dr. ir. A. Bruggink)**
*Rabobank*